

# 每日投资策略

## 宏观策略、个股点评

### 宏观策略

#### ■ 2024 年中国经济展望：温和改善

- 2023 年经济复苏充满波折，地产剧烈收缩、实体通缩和日本化预期重挫私人信心，地方财政困境和隐性债务风险拖累财政政策效果，美元高利率限制国内利率政策空间。2024 年决策层或维持 5% 经济增速目标，显著提升财政宽松力度，延续放松货币政策，着力稳地产、化解风险和修复信心。中国经济将温和改善，消费缓慢向好，房地产降幅趋缓，固定资产投资和进出口贸易增速回升，通缩逐步缓解。中国名义 GDP 增速将重新超过美国，美中利差明显收窄，人民币或温和反弹。
- **经济温和改善。** 预计名义 GDP 增速从 2023 年的 4.5% 升至 2024 年的 5.8%；实际 GDP 增速从 2023 年的 5.3% 降至 2024 年的 4.8%，但超过 2022-2023 年均增速 4.1%（2023 年增速有低基数效应）。中国将加大政策宽松力度，加快开放和优化营商环境，努力改善国际关系和企业信心。
  - **通缩逐步缓解。** 受益于生猪去产能、服务业延续复苏、消费温和改善和全球工业去库存结束，GDP 平减指数、CPI 和 PPI 增速分别从 2023 年的 0.8%、0.4% 和 -3% 升至 2024 年的 1%、1.4% 和 0.3%，核心 CPI 增速从 0.7% 升至 1.6%。中期内再通胀压力较小，经济增速仍低于潜在增速，需求过热风险较低，产能过剩风险较高。
  - **消费渐进改善。** 社会零售额增速从 2023 年的 7.6% 降至 2024 年的 5.3%，但高于 2022-2023 年均增速 4.2%。交运、住宿、旅游、文体娱乐等服务消费延续复苏，药品、食品饮料、化妆品零售保持较快增长，文化办公用品、通讯器材、家电和家具零售显著回升，但汽车、服装、体育娱乐用品和金银珠宝零售增速可能放缓。
  - **房地产收缩趋缓。** 商品房销售面积和开发投资降幅分别从 2023 年的 8% 和 9% 收窄至 2024 年的 5% 和 7%，城中村改造和保障房建设增量投资可能缩小开发投资降幅 3 个百分点。中期内新房需求可能进一步下行，不考虑拆迁、城乡区划调整等政策因素，住宅需求可能从 2023 年的 10.3 亿平米降至 2030 年的 7 亿平米，因年轻人口下降、城镇化放缓和改善需求降速。加快以人为本地城镇化是稳定城镇住房需求的关键。
  - **投资增速回升。** 固定资产投资增速从 2023 年的 2.8% 升至 2024 年的 4.2%。制造业投资增速从 6.2% 升至 6.5%，消费和出口改善，科技创新、产业转型和自主替代投资加快。基础设施投资增速从 8.2% 降至 7.8%，财政政策更具扩张性，政策积极化解隐性债务风险，地方平台融资条件改善，但政策仍限制新增隐性债务。
  - **进出口贸易回暖。** 美国需求放缓主要来自服务业，非美地区需求改善，商品去库存结束，工业价格止跌回升，中国货物出口和进口增速分别从 2023 年的 -4.3% 和 -4.9% 升至 2024 年的 3.6% 和 3.3%。中国加快开放和服务贸易供应链修复，跨境要素流动持续恢复，服务出口和进口增速分别从 2023 年的 -12% 和 15.5% 升至 2024 年的 15% 和 20%。
  - **财政政策更具扩张性。** 预计 2024 年包括公共财政赤字、地方政府新增专项债和特殊再融资债券及结转上年资金在内的实际广义赤字超过 GDP 的 8%。国有银行准政策性贷款供应持续扩大。公共财政收入增速从 2023 年的 6.7%

### 招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

#### 环球主要股市上市日表现

|            | 收市价    | 升/跌 (%) |        |
|------------|--------|---------|--------|
|            |        | 单日      | 年内     |
| 恒生指数       | 17,354 | -0.98   | -12.27 |
| 恒生国企       | 5,957  | -1.13   | -11.15 |
| 恒生科技       | 4,000  | -0.77   | -3.11  |
| 上证综指       | 3,039  | 0.23    | -1.64  |
| 深证综指       | 1,905  | 0.60    | -3.58  |
| 深圳创业板      | 1,938  | 0.63    | -17.40 |
| 美国道琼斯      | 35,417 | 0.24    | 6.85   |
| 美国标普 500   | 4,555  | 0.10    | 18.63  |
| 美国纳斯达克     | 14,282 | 0.29    | 36.45  |
| 德国 DAX     | 15,993 | 0.16    | 14.86  |
| 法国 CAC     | 7,250  | -0.21   | 11.99  |
| 英国富时 100   | 7,455  | -0.07   | 0.05   |
| 日本日经 225   | 33,408 | -0.12   | 28.03  |
| 澳洲 ASX 200 | 7,015  | 0.39    | -0.33  |
| 台湾加权       | 17,341 | 1.19    | 22.66  |

资料来源：彭博

#### 港股分类指数上市日表现

|        | 收市价    | 升/跌 (%) |        |
|--------|--------|---------|--------|
|        |        | 单日      | 年内     |
| 恒生金融   | 29,725 | -0.66   | -8.38  |
| 恒生工商业  | 9,597  | -1.17   | -12.08 |
| 恒生地产   | 18,081 | -1.05   | -30.56 |
| 恒生公用事业 | 30,442 | -0.76   | -17.34 |

资料来源：彭博

#### 沪港通及深港通上市资金流向

| 亿元人民币   | 净买入（卖出） |
|---------|---------|
| 沪港通（南下） | -6.12   |
| 深港通（南下） | -2.85   |
| 沪港通（北上） | 36.43   |
| 深港通（北上） | 18.26   |

资料来源：彭博

降至 2024 年的 4.8%，公共财政支出增速从 5.6% 升至 6.4%。中期内人口老龄化和城镇化放缓将显著推升财政收支缺口和社会保障、医疗卫生等财政支出占比。

- **货币政策延续宽松。**预计 2024 年可能两次降准，1 年和 5 年 LPR 分别下调 10 和 20 个基点。货币政策将大力支持财政扩张和准政策性信贷供应，预计社融规模和新增人民币贷款分别增长 14% 和 11%，人民币贷款余额增速小幅回升。因基数效应和储蓄意愿下降，M2 增速有所回落。因美国经济逐步放缓而中国经济温和改善，中美名义 GDP 增速差和利差止跌回升，预计美元/人民币汇率从 2023 年末的 7.1 降至 2024 年末的 6.95。（[链接](#)）

## 公司点评

### ■ 拼多多 (PDD US, 买入, 目标价: 142.60 美元) - 国际业务扩张驱动 3Q 业绩大超预期

公司公布 3Q23 业绩：营收同比增长 94% 至 688 亿元人民币，较招银国际预期/市场一致预期高 26%，我们认为这主要归功于国际业务快速扩张及百亿补贴板块带来增量的佣金营收。非 GAAP 净利润同比增长 37% 至 170 亿元人民币，相较市场一致预期高 30%，或主因 Temu 业务亏损小于预期，及在已经建立的消费者心智下，多多买菜业务利润好于预期。业绩证明了我们此前的观点，拼多多海外业务崛起迅速，且有望助推拼多多长期营收及净利增长。我们将基于 DCF 的目标价上调 8% 至 142.6 美元，维持买入评级。（[链接](#)）

### ■ 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 161.50 港元) - 积极主动的竞争举措或将影响短期利润率但将利好长期增长

公司公布 3Q23 业绩：营收为 765 亿元人民币，同比增长 22%，较招银国际预期/彭博市场一致预期均高 1%，调整后净利润为 57 亿元人民币，较招银国际预期/市场一致预期高 3/8%，主因本地商业板块经营利润好于预期，且新业务亏损略低于预期。美团正积极主动的采取策略来刺激外卖业务增长，并对抖音的长期竞争保持警惕，其已逐步将本地生活的低线城市运营模式由代理转为直营，以更好的管控业务运营，我们认为或将对短期利润率造成压力，但有望利好长期收入增长。我们将基于 DCF 的目标价下调 9% 至 161.5 港元，维持买入评级。（[链接](#)）

### ■ 波司登 (3998 HK, 买入, 目标价: 3.86 港元) - 上半年业绩好于预期，稳健的增长策略相当有效

受新产品热销带动，24 财年上半年业绩好于预期。波司登的销售/净利润同比增长 21%/ 25% 至 75 亿元/ 12 亿元人民币，比招银国际预期高 6%/ 8%，也好于管理层两位数销售增长和更快的净利增长的指引。

我们认为销售超预期主要是新产品的成功所带动的，例如：1) 防晒服，2) 新版轻薄羽绒服，以及 3) 三合一冲锋衣。这些产品主要通过自营和线上渠道销售，销售增长较快，分别达到 31% 和 24%。但批发增长也不缓慢，达到 21%，主要是受惠于较低水平的库存，24 财年上半年的库存天数仅为 160 天（23 财年上半年为 181 天）。由于公司更加注重核心商圈的门店，羽绒服店数持续下降，同比下降约 10% 至 3,313 家。派息率为 54%，略低于 23 财年上半年的 61%。

23 年 10 到 11 月的销售趋势仍符合管理层的预期。管理层提到 10 月的销售为正增长，而且 11 月的表现更为强劲，明显优于同期下降或者持平的行业水平。此外，上半年 24% 的电商销售增长仍然相当优秀，在双 11 期间亦继续表现出色（增速甚至快于线下），在男女装品类均排名第一（历史上首次超越优衣库）。

尽管 24 财年上半年表现强劲，但我们认为 2024 财年指引仍应保持不变。2024 财年预期指引包括双位数的销售增长（羽绒服/ OEM/ 女装为双位数/ 高双位数至低 20%/0 至 5%）、持平的毛利率和双位数的净利润增长。

投资者可能有一点过分担心。目前投资者主要的忧虑包括：1) 宏观环境疲软，2) 不利的天气（今年可能是暖冬）。然而，我们认为波司登能通过以下方式应对这些问题：1) 推销售合适的产品（今年价格区间有所扩大，但平均售价与去年相比基本没有变化），2) 通过产品创新来抢占市场份额（像 3 合 1 冲锋衣），以及扩展新品类（如夏季的防晒服和冬季的滑雪产品）。再加上 24 年农历新年会比去年晚，我们有信心公司能实现 24 财年指引。利润率来说，我们认为即使平均售价涨幅不多，也会维持稳健，主要是因为：1) 渠道库存相当健康，零售折扣也不多（与去年持平甚至有所改善），2) 更加关注 TOP 产品和 TOP 门店（店效和效率都会继续提高）以及 3) 关闭许多业绩不佳的自营商店。

维持买入评级并上调目标价至 3.86 港元。我们将 24-26 财年净利润上调 2-4%，考虑到业绩超预期，但毛利率略低于预期，和运营杠杆较好等因素。我们认为波司登已为疲弱的宏观环境做好了充分准备。目标价基于 14 倍 24 财年预测市盈率，5 年平均为 16 倍，现价估值为 12 倍。（[链接](#)）

## 招銀國際環球市場焦點股份

| 公司名字   | 股票代码      | 行业      | 评级 | 股价      | 目标价     | 上行/下行 | 市盈率(倍) |       | 市净率(倍) |       | ROE(%) | 股息率 |
|--------|-----------|---------|----|---------|---------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-----|
|        |           |         |    | (当地货币)  | (当地货币)  | 空间    | 2023E  | 2024E | 2023E  | 2023E | 2023E  |     |
| 长仓     |           |         |    |         |         |       |        |       |        |       |        |     |
| 理想汽车   | LI US     | 汽车      | 买入 | 40.30   | 50.00   | 24%   | 62.5   | 39.4  | 6.6    | 18.1  | 0.0%   |     |
| 吉利汽车   | 175 HK    | 汽车      | 买入 | 9.05    | 14.00   | 55%   | 24.4   | 17.6  | 1.0    | 4.7   | 2.1%   |     |
| 潍柴动力   | 2338 HK   | 装备制造    | 买入 | 14.58   | 16.10   | 10%   | 13.9   | 12.8  | 1.5    | 11.0  | 3.0%   |     |
| 浙江鼎力   | 603338 CH | 装备制造    | 买入 | 48.91   | 70.00   | 43%   | 14.6   | 12.6  | 2.9    | 21.7  | 1.2%   |     |
| 华润电力   | 836 HK    | 能源      | 买入 | 15.42   | 22.53   | 46%   | 5.3    | 4.5   | 0.8    | 14.6  | 7.4%   |     |
| 华润燃气   | 1193 HK   | 能源      | 买入 | 24.75   | 35.48   | 43%   | 8.3    | 7.1   | 1.2    | 11.2  | 5.7%   |     |
| 江南布衣   | 3306 HK   | 可选消费    | 买入 | 10.00   | 14.26   | 43%   | 6.5    | 5.8   | 2.1    | 34.1  | 11.7%  |     |
| JS环球生活 | 1691 HK   | 可选消费    | 买入 | 1.34    | 1.84    | 37%   | 16.1   | 42.3  | 2.5    | 8.4   | 1.0%   |     |
| Vesync | 2148 HK   | 可选消费    | 买入 | 5.65    | 6.71    | 19%   | 83.4   | 67.2  | 17.8   | 23.0  | 0.2%   |     |
| 贵州茅台   | 600519 CH | 必需消费    | 买入 | 1769.04 | 2279.00 | 29%   | 29.8   | 25.6  | 9.6    | 31.9  | 1.7%   |     |
| 信达生物   | 1801 HK   | 医药      | 买入 | 45.50   | 57.35   | 26%   | N/A    | N/A   | 6.3    | N/A   | 0.0%   |     |
| 友邦保险   | 1299 HK   | 保险      | 买入 | 70.15   | 118.00  | 68%   | 100.3  | 88.0  | 16.6   | 11.3  | 0.3%   |     |
| 腾讯     | 700 HK    | 互联网     | 买入 | 319.60  | 465.00  | 45%   | 18.2   | 15.4  | 3.2    | 15.5  | 0.7%   |     |
| 拼多多    | PDD US    | 互联网     | 买入 | 139.00  | 131.80  | -5%   | 27.6   | 20.9  | 10.4   | 30.0  | 0.0%   |     |
| 网飞     | NFLX US   | 传媒与文娱   | 买入 | 479.00  | 512.00  | 7%    | 284.9  | 221.2 | 67.3   | 25.0  | 0.0%   |     |
| 快手     | 1024 HK   | 传媒与文娱   | 买入 | 56.30   | 97.00   | 72%   | N/A    | N/A   | 4.7    | 7.7   | 0.0%   |     |
| 华润置地   | 1109 HK   | 房地产     | 买入 | 29.60   | 45.10   | 52%   | 6.0    | 5.5   | 0.7    | 13.3  | 5.4%   |     |
| 比亞迪电子  | 285 HK    | 科技      | 买入 | 36.90   | 44.20   | 20%   | 19.2   | 15.3  | 2.6    | 13.4  | 0.9%   |     |
| 中际旭创   | 300308 CH | 科技      | 买入 | 94.75   | 109.30  | 15%   | 44.5   | 32.7  | 5.5    | 12.6  | 0.4%   |     |
| 金蝶     | 268 HK    | 软件与IT服务 | 买入 | 11.76   | 17.00   | 45%   | N/A    | N/A   | 5.3    | N/A   | 0.0%   |     |

资料来源：彭博、招銀國際環球市場研究（截至 2023 年 11 月 28 日）

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | : 招银国际环球市场并未给予投资评级             |

### 招银国际环球市场行业投资评级

|      |                           |
|------|---------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标   |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若  |
| 落后大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标 |

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。